



Research and
Development Center

产险费用管控较优，寿险持续价值转型

非银行金融行业

2020 年 03 月 29 日

王舫朝

证券研究报告

公司研究——事项点评

中国人保 (601319.SH)

王舫朝 非银行金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: (010) 83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

产险费用管控较优, 寿险持续价值转型

2020年03月29日

事件: 中国人保公布 2019 年年报, 实现营业收入 5555.15 亿元, 同比+10.3%, 公司 2019 年实现归母净利润 224.01 亿元, 同比增长 66.6%。扣非后净利润 191.3 亿元, 同比+46.7%。每股收益 0.51 元, 同比+60.3%。加权平均净资产收益率 13.4%, 同比+4ppts。

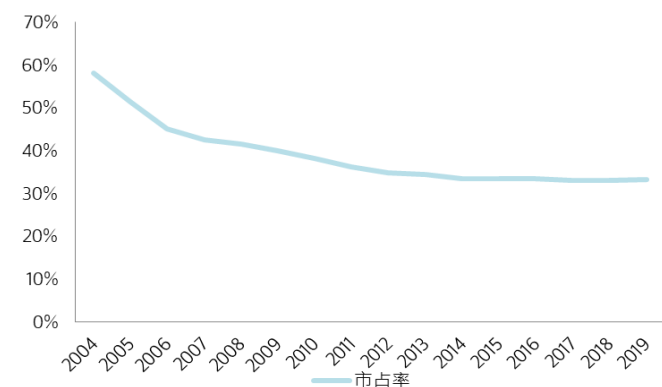
点评:

- **2019 年归母净利润同比+71.4%。** 中国人保实现 2019 年营业收入 5555.15 亿元, 同比+10.3%, 实现归母净利润 224.01 亿元, 同比增长 66.6%, 主要因为投资收益大幅增加, 以及手续费税务新规导致非经常性损益+47.1 亿元。Q4 净利润 10.3 亿元, 增速环比-82.3%, 同比-22.5%, 或源于重疾发生率假设调整带来准备金增提减少税前利润 19.91 亿元。
- **非车业务快速增长带来保费结构优化, 市占率稳中有升。** 财险保费收入 4331.8 亿元, 同比+11.4%, 市占率同比+0.2ppts 至 33.2%, 其中车险业务同比+1.6%至 2629.3 亿元, 非车险业务同比+31.1%至 1702.5 亿元, 占比+5.8ppts 至 39.3%, 其中意健险、责任险以及信用保证保险取得快速增长, 同比分别+42.5%、25.4%、96.7%。
- **综合成本率提升, 费用控制领先行业, 车险盈利能力改善。** 综合成本率 98.9%, 同比+0.4ppts, 源于赔付率同比+4.2ppts 至 66.2% (车险同比+2.6ppts 至 59.8%, 非车险同比+3.9ppts 至 78.5%)。车险赔付率提升主要因为费改以来车均保费下降以及已赚保费计量的变化导致已赚保单获取成本减少。非车险赔付率提升主要因为 1) 猪瘟疫情以及重大自然灾害导致农险赔付率同比+8.1ppts 至 81.1%, 2) 民生类保障规模增加提升责任险赔付率 1.8ppts 至 60.3%, 3) 经济下滑、线上消费金融信保业务规模快速增长且社会信用风险水平提升导致信保保险赔付率+17.9ppts 至 78.1%。综合费用率同比-3.5ppts 至 33%, 在行业中维持领先地位, 源于公司深化政策性业务发展以及全面实施预算管控, 其中车险费用率-4.3ppts 至 36.9%, 主要因为报行合一打压手续费竞争, 带来车险盈利能力改善, 车险综合成本率-1.7ppts 至 96.7%; 非车险费用率同比+1.4ppts 至 25.4%, 其中受政策性利好的农险费用率下滑 2.3ppts。2019 年财产险承保利润 40.5 亿元, 同比-52.4%, 其中车险、农险、责任险以及货运险实现承保盈利。
- **寿险期交占比进一步提升, 人保健康取得快速增长。** “3411”工程实施以来, 寿险业务聚焦价值转型, 寿险期限结构不断优化, 并加大个险队伍建设。1) 首年期交同比 YoY+16.3%至 195.7 亿元, 期交 (含续期) 占总保费收入提升 4.7ppts 至 64.7%, 趸交业务大幅压缩 (YoY -11.1%), 2) 十年期及以上首年期交 68.8 亿元, 同比+53.2%, 占比提升 8.5ppts 至 35.1%, 3) 续期保费 439.2 亿元, 同比+11.5%, 在总保费中占比+2.7ppts 至 44.8%。新业务价值同比+8%至 61.9 亿元,

增速领先行业，其中新单保费 542.14 亿元，仅小幅下滑（YoY-0.2%），而 NBVM+0.9ppts 至 11.4%。内含价值同比+26.1% 至 890.9 亿元，增长贡献主要来自新业务价值（+9.4%）、预期回报（+7.9%）和投资回报差异（14.2%）。渠道来看，银保渠道压缩中短存续期等趸交业务（同比-28.8%），首年期交占长险首年保费比重提升 7.4ppts 至 25.3%；公司加大个险销售队伍建设，个险渠道保费同比+31%，占比+10.5ppts 至 52.2%，其中个险首年期交同比+16.3%，逆势增长。退保率同比-3.3ppts 至 13.4%（源于大幅压缩中短存续期规模），寿险赔付支出同比-43.5%（源于满期给付大幅下降）。代理人队伍实现量质齐升，规模同比+59.3%至 39.1 万人，月均有效人力 7.2 万人（YoY+48.4%），月均首年规模保费 2742 元（YoY+77.8%），月均新单 1.18 件（YoY+114.5%）。此外，人保健康推进“健康保险+健康管理+信息科技”的商业模式，加快多层次医疗保障体系建设，全年保费取得较快增长（同比+51.5%），主要增长来自于医疗保险（+57.1%）、疾病保险（+43.5%）、分红型两全保险（+121.4%）。同时结构改善带来价值增长，首年期交同比+227.4%，新业务价值同比+18.9%，内含价值同比+31.6%。

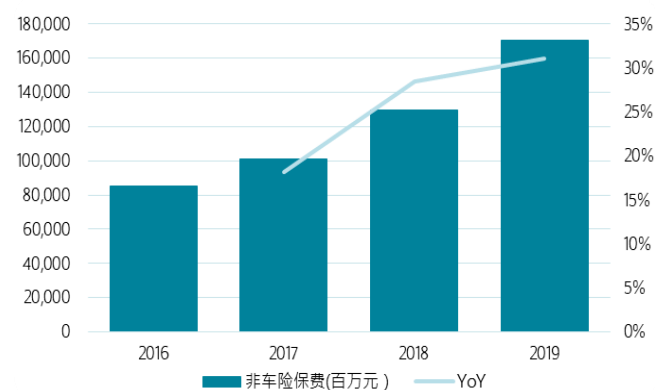
- **“3411”工程成效显著。**1) 以创新进一步提升服务，创造价值：警保联动探索与政府职能部门合作的双赢模式；推广“驾安配”以及“人民健康”APP，打造车主和健康管理生态圈，带来用户粘性的提升。2) 提升数字化能力：“中国人保”APP 装机量达 800 万，月活 120 万，优化客户体验并积累数据。人保车险客户线上化率达 59.5%。3) 协同一体化进一步推进：持续优化“人保 e 通”，实现各业务单元手机端销售工具统一，累计出单 311 亿元；加快团队一体化建设，上海、广州、深圳综拓团队规模人力同比+247%。4) 抢占中心城市市场份额，县域份额得到进一步巩固：人保财险中心城市市场份额同比提升 0.8 个百分点，县域市场份额保持在 40%。5) 发展国际业务：建立覆盖近 200 个国家和地区的海外服务网络，国际业务收入同比+25%。
- **投资收益稳健增长。**公司坚持长期投资、价值投资，投资收益保持稳健。结构上，债券投资占比略有下降，在利率相对高点加大对长久期债券的配置来拉长资产久期，同时也加大债权型非标的配置，占比分别提升 1.3ppts 和 0.5ppts。股票和基金投资占比同比+1ppts 至 11.8%。净投资收益率同比-0.2ppts 至 5.3%，总投资收益率同比+0.5ppts 至 4.9%，优于同业平均。
- **投资评级：**产险业务方面，保费结构持续优化，非车业务占比稳步提升，产险市占率稳中有升。车险业务盈利能力改善，随着于商车费改的深化，公司车险龙头地位有望进一步巩固，而非车业务源于精细化管理、以及政策性业务扩容，费用控制优势有望延续。寿险业务方面，寿险价值转型深化，期交和个险渠道占比提升，代理人实现量质齐升，带来首年期交和 NBV 的快速增长。另外，健康险业务和资管业务也有望带来业务增量。受疫情冲击，目前股价位于历史低位。建议关注。
- **风险因素：**车险竞争加剧；疫情以及自然灾害造成赔付率上升；受疫情影响，寿险代理人展业恢复进度不及预期；代理人产能下滑导致人员脱落；权益市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润。

图 1: 产险市占率



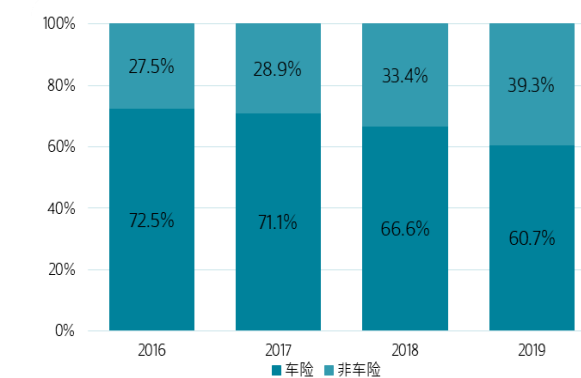
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 2: 非车险保费 (百万元) 及增速

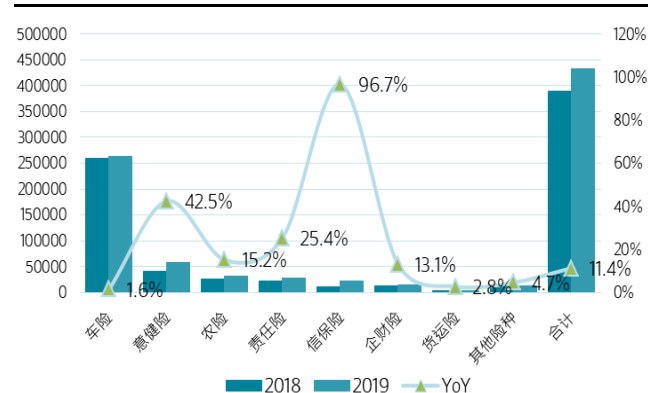


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

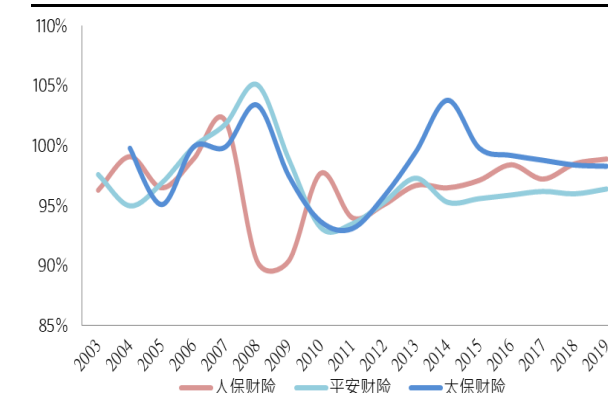
图 3: 车险和非车险占比



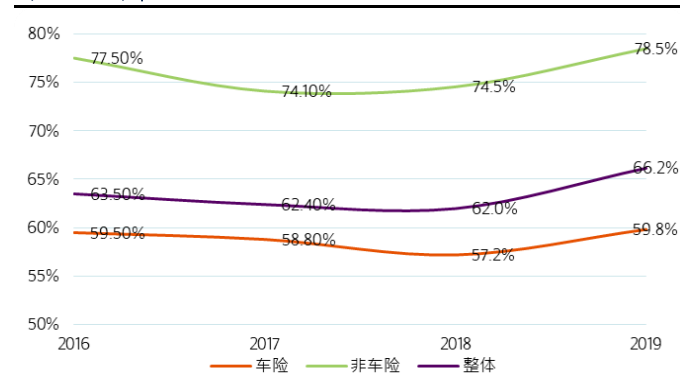
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 4：产险各项业务保费（百万元）及增速


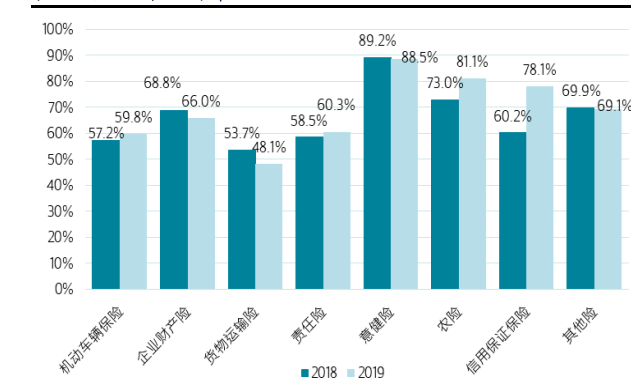
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 5：产险综合成本率同业比较


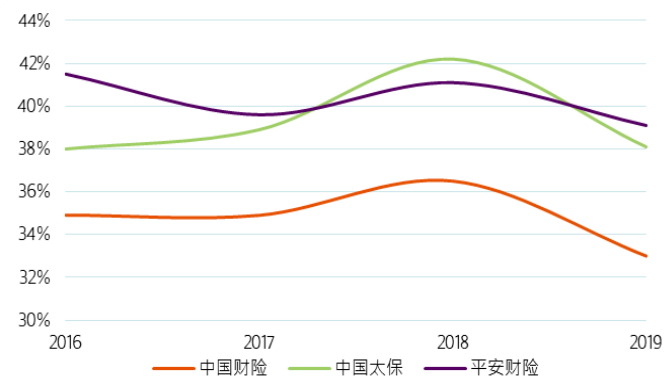
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 6：赔付率


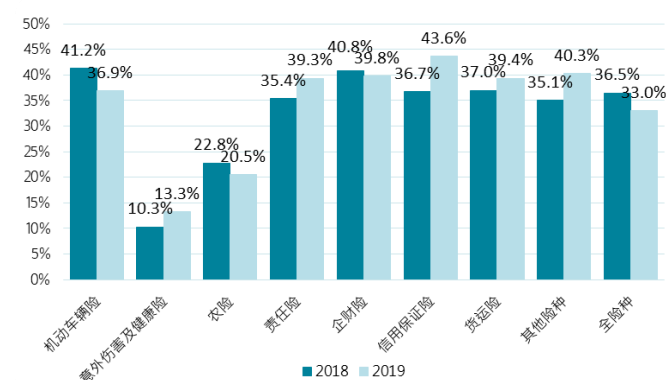
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 7：各险种赔付率变化


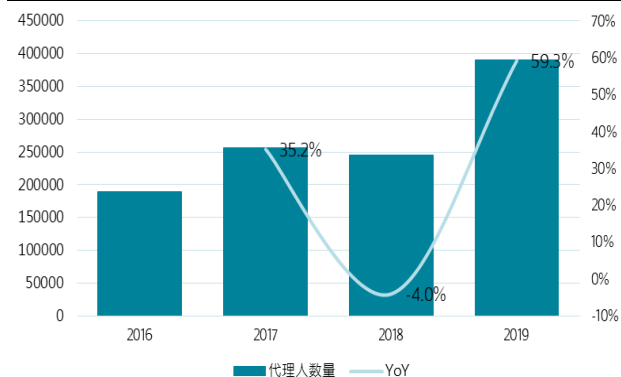
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 8：费用率同业比较


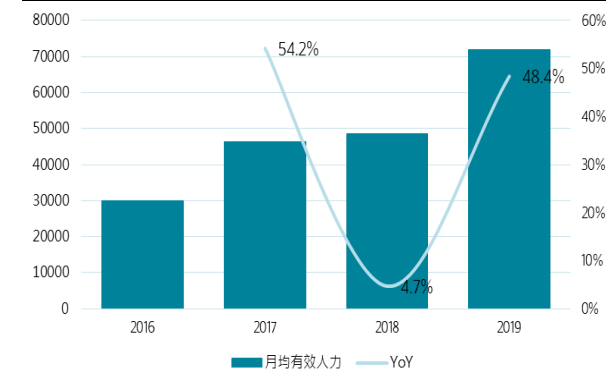
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 9：各险种费用率变化


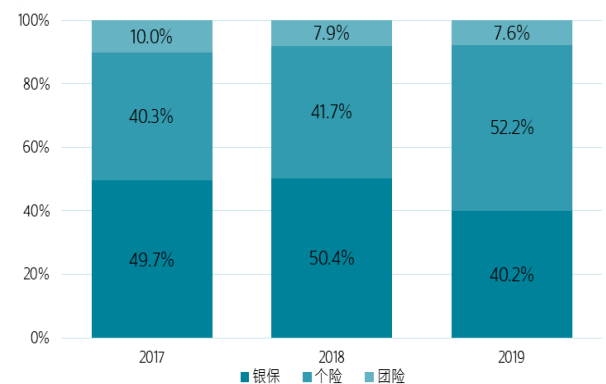
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 10：寿险代理人数量（人）及增速（%）


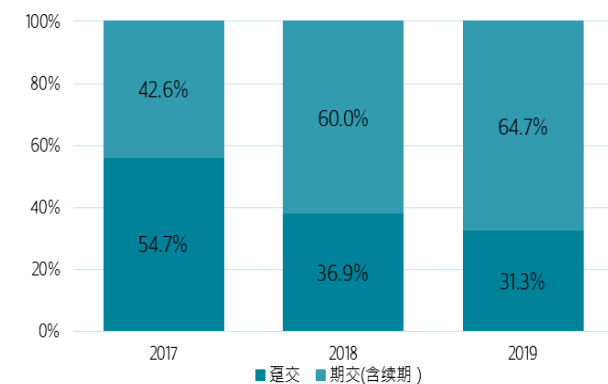
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 11：寿险月均有效人力（人）


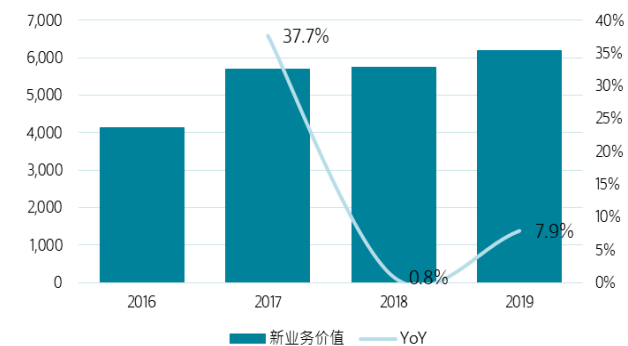
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 12: 渠道保费结构变动


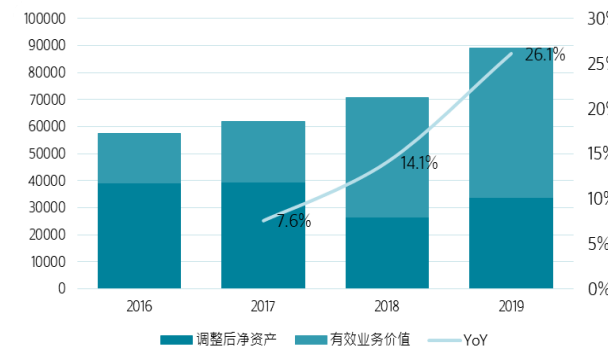
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 13: 期交 (含续期) 占比提升


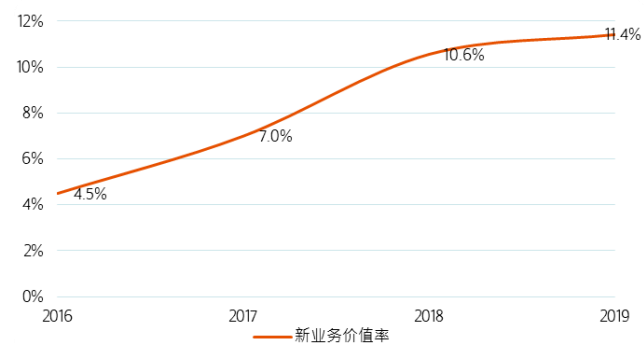
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 14: 寿险新业务价值 (百万元) 及增速


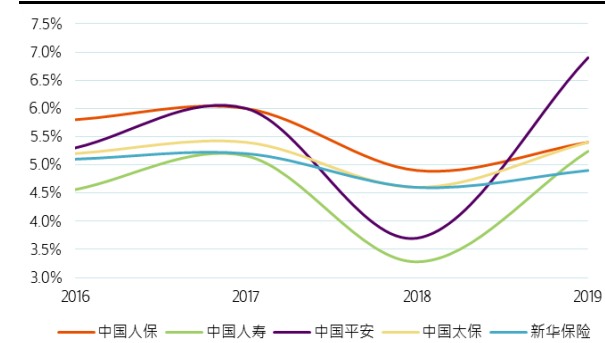
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 15: 寿险内含价值(百万元)及增速


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 16: 新业务价值率


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 17: 总投资收益率


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

表 1: 人保寿险内含价值变动项拆解分析

	2017	2018	2019
新业务价值贡献	10.4%	9.8%	9.4%
预期回报	8.3%	7.6%	7.9%
投资回报差异	0.8%	-4.8%	14.2%
其他经验差异	-2.2%	-1.0%	-0.7%
模型及假设变动	-6.4%	1.0%	-2.9%
资本变化及市场价值调整	-2.9%	3.2%	0.2%
其他	-0.3%	-1.7%	-2.0%
EV 增速	7.6%	14.1%	26.1%

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。